



社融超预期回落

——东海看数据之：10月金融数据

证券分析师：

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师：

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**11月10日，央行发布10月金融数据。10月M2同比11.8%，前值12.1%，M1同比5.8%，前值6.4%。新增人民币贷款6152亿元，前值为2.47万亿元。新增社会融资规模9079亿元，前值为3.53万亿元。社融存量增速降至10.3%，前值10.6%
- **核心观点：降准可期，宽松延续。**虽然整体来看10月人民币贷款以及社融均明显走弱，但今年以来季末季初的波动影响可能进一步放大了数据上的直观感受。但总的来看，10月金融数据走低，有多重因素，9月季末信贷放量导致提前透支、疫情反复下消费需求受到抑制，地产仍处磨底阶段，居民短融资需求明显偏弱。结合10月已公布的一些数据，包括通胀走低，PMI重回荣枯线以下，出口回落来看，10月经济表现可能低于预期，稳增长压力仍存。外需回落下，稳内需的重要性明显提升，预计未来政策需进一步加码，为实体经济提供有力支持。近三个月将有2.2万亿元MLF到期，且目前已开始提前下达明年专项债额度，未来降准可期。同时结合目前基本面形势，货币政策仍将维持相对宽松的概率较大。
- **M2-M1剪刀差再次走阔。**M2-M1剪刀差再次走阔。M2增速回落可能与财政力度减弱有关，但同比增速仍维持相对高位，当月新增财政存款1.14万亿元，同比多增300亿元；M1增速回落幅度明显，可能受房地产销售低迷拖累。M2-M1剪刀差再次走阔，体现出经济活力的下降。
- **居民贷款明显走弱。**10月居民部门贷款减少180亿元，为今年4月后再现单月居民部门贷款净减少，同比少增4827亿元，9月为同比少增1383亿元，居民信贷需求大幅回落。从结构上看，短期贷款减少512亿元，同比多减938亿元，疫情反复一方面影响消费信心，另一方面也影响了消费场景；中长期贷款仅新增332亿元，同比大幅少增3889亿元，对当月信贷形成了较大拖累，我们认为这一方面反映了当前居民购房信心仍然较弱，另一方面上月季末冲量可能存在一定透支。10月30大中城市商品房成交面积1048万平方米，同比-19.84%，较上月降幅有所扩大。虽然今年8月以来新一轮地产放松和支持政策升温，但受疫情扰动影响，地产销售依然偏弱，地产市场信心的恢复仍需政策加码，未来LPR仍有调降的可能。
- **企业中长期贷款仍有支撑。**企业贷款新增4626亿元，同比多增1525亿元，其中短期贷款减少1843亿元，同比少增1555亿元；新增中长期贷款4623亿元，同比多增2433亿元，虽然多增幅度较上月明显回落，但政策性金融工具的撬动后续可能仍有持续性，同时设备改造更新专项再贷款可能也有支撑。此外，票据融资当月新增近2000亿元，冲量的现象仍然存在。
- **非标、政府债券融资拖累社融，企业债后续可能有支撑。**从结构上看，10月份，新增政府债券融资2791亿元，同比少增3376亿元。5000亿元专项债结存限额发行约4200亿元左右，理论上不应造成明显拖累，但可能受国债到期量较大影响，政府债券融资口径整体形成拖累。从非标融资来看，新增委托贷款回落至470亿元，可能与政策性金融工具基本投放完毕有关；未贴现银行承兑汇票当月减少2157亿元，可能与企业信心不足，贴现规模增加有关。企业债券融资当月新增2325亿元，较前期拖累大幅减轻，往后看，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资2500亿元，后续对企业债券可能形成支撑，周五多家上市房企公告交易商协会受理储架式注册发行。
- **风险提示：稳增长政策落地不及预期；海外货币政策超预期收紧引发全球金融市场风险。**

正文目录

1. M2-M1 剪刀差再次走阔	4
2. 居民贷款明显走弱	4
3. 企业中长期贷款仍有支撑	5
4. 非标、政府债券融资拖累社融，企业债后续可能有支撑	5
5. 降准可期，宽松延续	6
6. 风险提示	7

图表目录

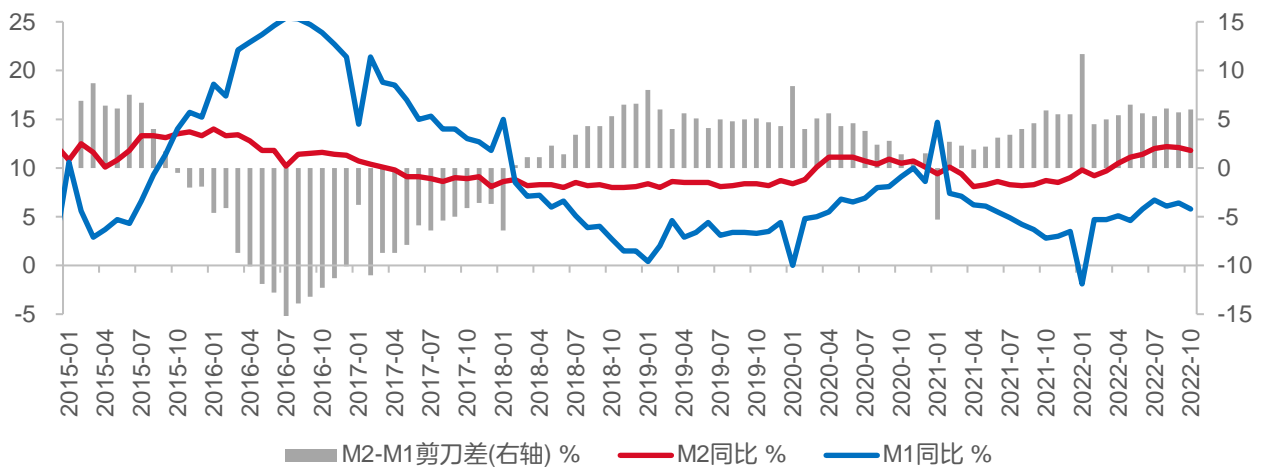
图 1 M2-M1 同比增速剪刀差, %, %	4
图 2 9/10 月存款同比多增结构, 亿元	4
图 3 新增财政存款季节性规律, 亿元	4
图 4 居民中长期贷款季节性规律, 亿元	5
图 5 30 大中城市商品房成交面积及同比, 万平方米, %	5
图 6 9/10 月人民币贷款同比多增结构, 亿元	5
图 7 企业中长期贷款季节性规律, 亿元	5
图 8 企业债券融资季节性规律, 亿元	6
图 9 政府债券融资季节性规律, 亿元	6
图 10 MLF 到期金额和操作金额, 亿元	6

事件：11月10日，央行发布10月金融数据。10月M2同比11.8%，前值12.1%，M1同比5.8%，前值6.4%。新增人民币贷款6152亿元，前值为2.47万亿元。新增社会融资规模9079亿元，前值为3.53万亿元。社融存量增速降至10.3%，前值10.6%。

1.M2-M1 剪刀差再次走阔

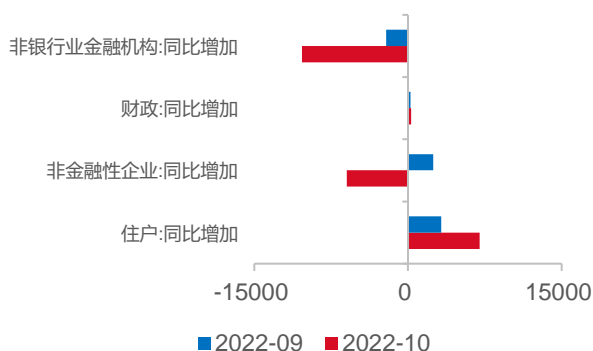
M2-M1 剪刀差再次走阔。M2 增速回落可能与财政力度减弱有关，但同比增速仍维持相对高位，当月新增财政存款1.14万亿元，同比多增300亿元；M1 增速回落幅度明显，可能受房地产销售低迷拖累。M2-M1 剪刀差再次走阔，体现出经济活力的下降。

图1 M2-M1 同比增速剪刀差，%，%



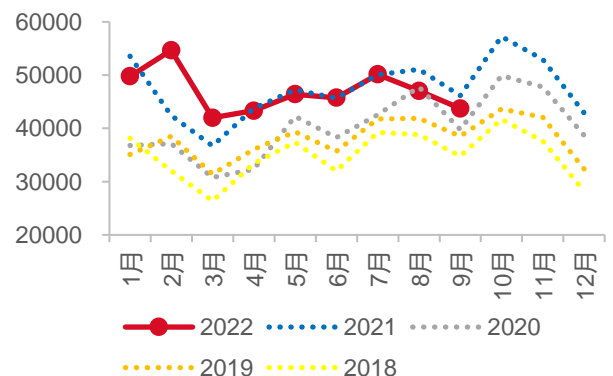
资料来源：央行，东海证券研究所

图2 9/10月存款同比多增结构，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

图3 新增财政存款季节性规律，亿元



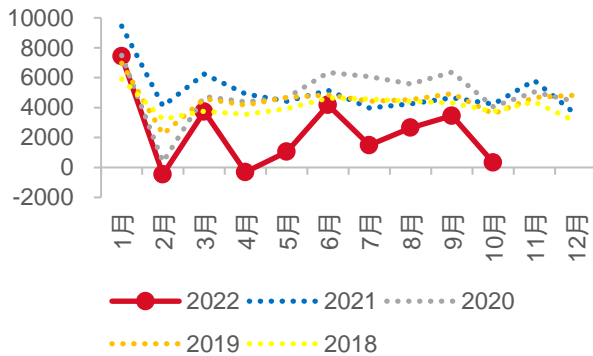
资料来源：央行，东海证券研究所

2.居民贷款明显走弱

居民贷款明显走弱。10月居民部门贷款减少180亿元，为今年4月后再现单月居民部门贷款净减少，同比少增4827亿元，9月为同比少增1383亿元，居民信贷需求大幅回落。从结构上看，短期贷款减少512亿元，同比多减938亿元，疫情反复一方面影响消费信心，另一方面也影响了消费场景；中长期贷款仅新增332亿元，同比大幅少增3889亿元，对当

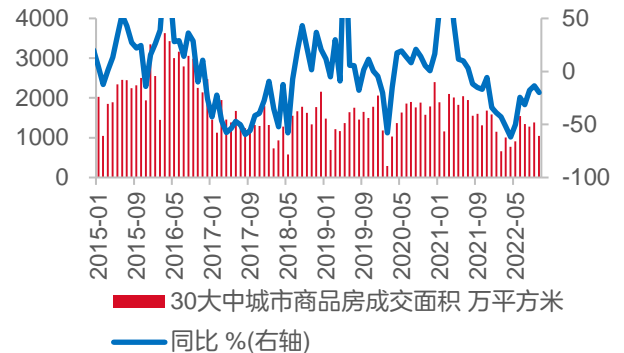
月信贷形成了较大拖累,我们认为这一方面反映了当前居民购房信心仍然较弱,另一方面上月季末冲量可能存在一定透支。10月30大中城市商品房成交面积1048万平方米,同比-19.84%,较上月降幅有所扩大。虽然今年8月以来新一轮地产放松和支持政策升温,但受疫情扰动影响,地产销售依然偏弱,地产市场信心的恢复仍需政策加码,未来LPR仍有调降的可能。

图4 居民中长期贷款季节性规律, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图5 30大中城市商品房成交面积及同比, 万平方米, %

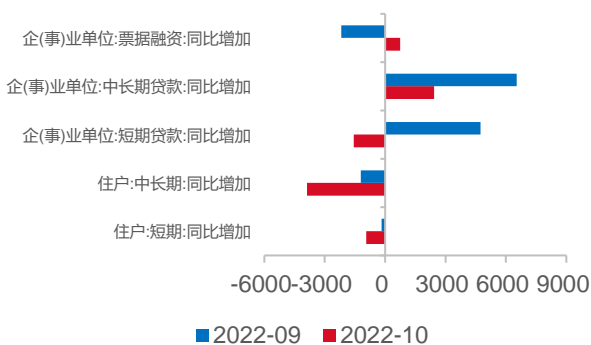


资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

3.企业中长期贷款仍有支撑

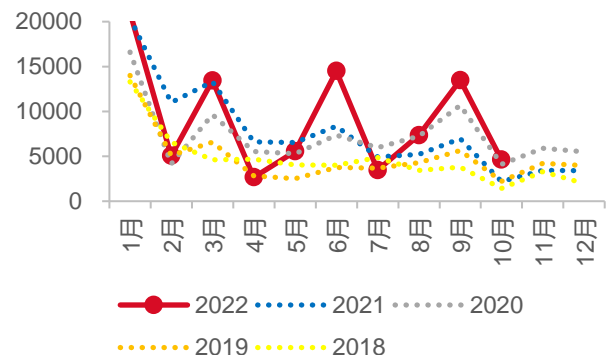
企业中长期贷款仍有支撑。企业贷款新增4626亿元,同比多增1525亿元,其中短期贷款减少1843亿元,同比少增1555亿元;新增中长期贷款4623亿元,同比多增2433亿元,虽然多增幅度较上月明显回落,但政策性金融工具的撬动后续可能仍有持续性,同时设备改造更新专项再贷款可能也有支撑。此外,票据融资当月新增近2000亿元,冲量的现象仍然存在。

图6 9/10月人民币贷款同比多增结构, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图7 企业中长期贷款季节性规律, 亿元

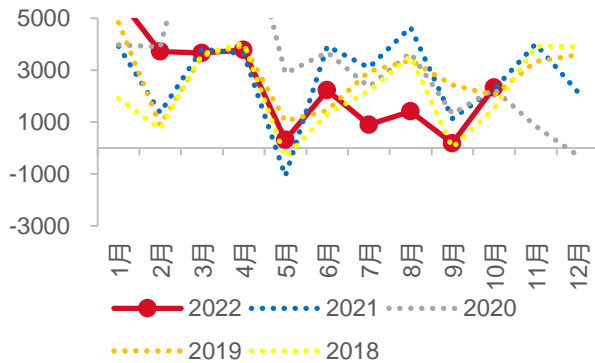


资料来源: 央行, 东海证券研究所

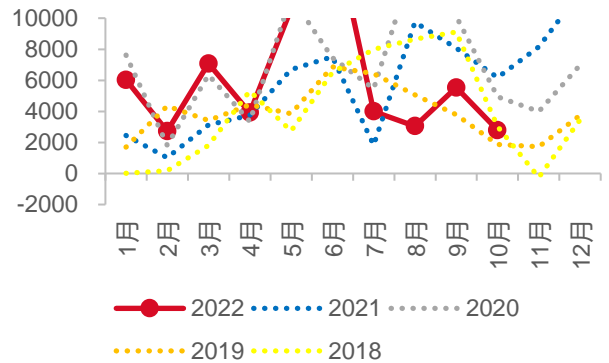
4.非标、政府债券融资拖累社融, 企业债后续可能有支撑

非标、政府债券融资拖累社融,企业债后续可能有支撑。从结构上看,10月份,新增政府债券融资2791亿元,同比少增3376亿元。5000亿元专项债结存限额发行约4200亿元左右,理论上不应造成明显拖累,但可能受国债到期量较大影响,政府债券融资口径整体形成拖累。从非标融资来看,新增委托贷款回落至470亿元,可能与政策性金融工具基本投放

完毕有关；未贴现银行承兑汇票当月减少 2157 亿元，可能与企业信心不足，贴现规模增加有关。企业债券融资当月新增 2325 亿元，较前期拖累大幅减轻，往后看，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资 2500 亿元，后续对企业债券可能形成支撑，周五多家上市房企公告交易商协会受理储架式注册发行。

图8 企业债券融资季节性规律，亿元


资料来源：央行，东海证券研究所

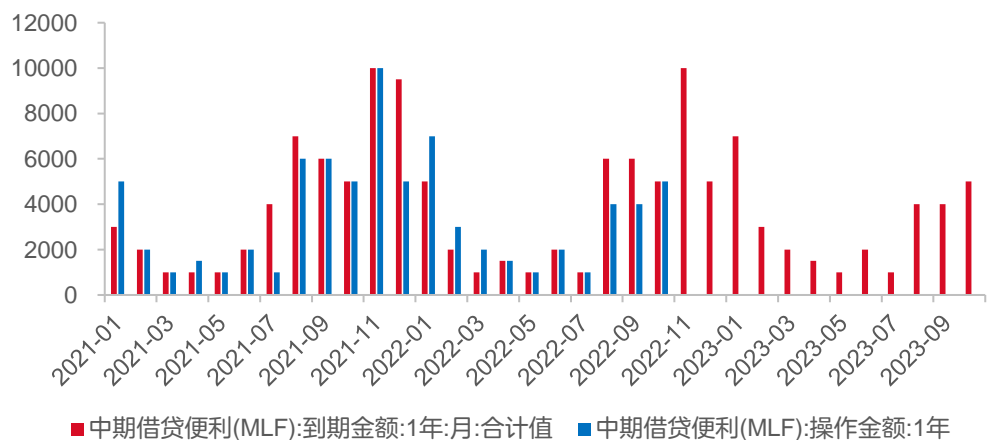
图9 政府债券融资季节性规律，亿元


资料来源：央行，东海证券研究所

5.降准可期，宽松延续

连续三个季度季末冲量，季初回落。虽然整体来看 10 月人民币贷款以及社融均明显走弱，但今年以来季末季初的波动影响可能进一步放大了数据上的直观感受。

总的来看，10 月金融数据走低，有多重因素，9 月季末信贷放量导致提前透支、疫情反复下消费需求受到抑制，地产仍处磨底阶段，居民短融资需求明显偏弱。结合 10 月已公布的一些数据，包括通胀走低，PMI 重回荣枯线以下，出口回落来看，10 月经济表现可能低于预期，稳增长压力仍存。外需回落下，稳内需的重要性明显提升，预计未来政策需进一步加码，为实体经济提供有力支持。近三个月将有 2.2 万亿元 MLF 到期，且目前已开始提前下达明年专项债额度，未来降准可期。同时结合目前基本面形势，货币政策仍将维持相对宽松的概率较大。

图10 MLF 到期金额和操作金额，亿元


资料来源：央行，东海证券研究所

6.风险提示

稳增长政策落地不及预期；海外货币政策超预期收紧引发全球金融市场风险。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089